

学校编码: 10384  
学号: 27720111152696

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

我国货币政策对企业债券信用利差影响的实证研究

The Empirical Analysis of Impact of Monetary Policy on  
Corporate Credit Spread in China

王蕴

指导教师姓名: 郭晔 教授

专 业 名 称: 应用统计

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2014 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（  
（组）的研究成果，获得（  
实验室的资助，在（  
括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

☐ 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

☐ 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

## 摘 要

专业投资者在做出投资决策的时候常常会考虑货币政策对其投资组合的影响，因为他们认为央行的货币政策对于资本市场有重大的影响。债券市场和股票市场是资本市场的两大组成部分，近几年中国的债券市场飞跃发展，截至 2012 年，中国债券市场的市值达到 27 万亿元，超过股票市场成为资本市场的重要组成部分。在美国等发达资本市场中，债券市场的市值也远远大于股票市场。债券市场中的企业债是连接资本市场与实体经济的重要债券，企业债券的定价不仅会影响到资本市场投资者，而且会影响到企业的融资成本。因此，货币政策会对企业债券定价产生怎样的影响日益成为投资者、企业和货币政策制定者关注的问题。

信用利差是企业衡量融资成本的重要指标，也是投资者衡量企业信用风险的量化因子，因此本文采用信用利差作为企业债定价的代表指标。前人研究多以信用利差分解模型研究影响信用利差变动的多种因素，本文采用回归分析法专注研究货币政策对信用利差变化的影响。并且从货币政策的利率传导途径研究货币市场到债券市场的利率传导。中国人民银行通过调控货币政策工具，传导到货币市场目标利率，再通过货币市场传导到资本市场。本文首先寻找能够有效传导货币政策的货币政策工具变量和目标利率，再利用货币市场利率期限结构构造远期利率，从而定义未预期的货币政策。进而区分经济周期不同阶段和未预期的目标利率不同变化方向，通过线性回归检验未预期的货币政策对企业债信用利差的影响，探索货币政策对债券市场的影响。研究结果表明在经济周期中的衰退和萧条时期货币政策的影响更加有效，紧缩或者宽松的货币政策对企业债市场的影响没有明显差别。

关键词：货币政策；目标利率；信用利差；

## **Abstract**

Professional investors commonly take monetary policy into account when they make investment decisions as they regard monetary policy of central bank has significant implications on the capital market. Bond market and equity market account great proportion of the capital market. By 2012, total market value of Chinese bond market reaches RMB 27,000 billion with great leaps over the years. The bond market size is far beyond equity market in developed capital markets such as in US. Corporate bond is an important financial instrument connected the capital market and real economy. The pricing of corporate bond impacts not only the capital market investors, but also the financing cost of corporations. Therefore, the impact of monetary policy on the corporate bond pricing becomes a common issue for investors, corporations and policy makers.

Credit spread is a key measurement for corporate financing cost and a quantification factor for investors measuring corporate credit risk. This article employs credit spread as representative indicator of corporate bond pricing. The former usually use Decomposition Model to analyze different factors for credit spreads. This article focuses on the factor of monetary policy by Regression Model. Moreover, this article studies interest rate transmission from monetary market to bond market by the channel of interest rate. People's Bank of China conducts the benchmark interest rate in monetary market by the transmission effect of regulating and adjusting monetary policy instruments, and then the monetary market will impact capital market. This article first finds effective variables of monetary policy instruments and benchmark interest rate, and uses monetary market interest rate term structure to construct the forward rate, thereby defines unexpected monetary policy. Then, using linear regression tests impacts of unexpected monetary policy changes on corporate credit spread in different stages of economic cycle and in different unexpected market interest rate change directions to explore the impact of monetary policy on bond market. The results prove that the impact of monetary policy is more effective in recession and depression stages of economic cycle, and that tight or loose monetary policy makes no obvious different impact on corporate bond market.

Key words: Monetary Policy; Target Rate; Credit Spread.

# 目 录

第一章 引言 .....	1
1.1 研究背景及意义 .....	1
1.2 研究内容和研究结构安排 .....	4
1.3 本文的创新和不足之处 .....	5
第二章 文献综述 .....	7
2.1 货币政策传导机制的研究 .....	7
2.1.1 国外文献综述 .....	7
2.1.2 国内文献综述 .....	9
2.2 货币政策对资本市场影响的研究 .....	10
2.2.1 国外文献综述 .....	10
2.2.2 国内文献综述 .....	11
2.3 文献小结 .....	13
第三章 我国货币政策的目标利率 .....	14
3.1 我国货币政策传导渠道的发展 .....	14
3.2 目标利率的选择 .....	15
3.2.1 检验步骤和变量选取 .....	15
3.2.2 实证检验 .....	17
3.3 我国货币政策目标利率的分解 .....	19
第四章 货币政策对信用利差影响的实证分析 .....	23
4.1 数据 .....	23
4.1.1 信用利差数据 .....	23
4.1.2 利率数据 .....	26
4.1.3 经济周期数据 .....	26
4.2 回归模型 .....	27
4.2.1 信用利差定价模型的选择 .....	28
4.2.2 利率变化与未预期利率变化的对比 .....	29
4.2.3 未预期的利率变化在经济周期中的非对称作用 .....	322
4.2.4 货币政策对信用利差变化的非对称作用 .....	355
4.3 稳健性检验 .....	388
4.3.1 内生性检验 .....	388
4.3.2 滞后期检验 .....	4040
第五章 总结与展望 .....	422
参考文献 .....	444
致谢 .....	466

## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Backgrounds and Motivation.....	1
1.2 Main Contents and Research Framework.....	4
1.3 Innovation and Shortcomings.....	5
<b>Chapter 2 Literature Review .....</b>	<b>7</b>
2.1 Study of Monetary Policy Transmission Mechanism.....	7
2.1.1 Foreign Literature.....	7
2.1.2 Domestic Literature.....	9
2.2 Study of Impact of Monetary Policy on Capital Market.....	10
2.2.1 Foreign Literature.....	10
2.2.2 Domestic Literature.....	11
2.3 Summary.....	13
<b>Chapter 3 Target Rate of Domestic Monetary Policy.....</b>	<b>14</b>
3.1 Domestic Monetary Policy Transmission Channel.....	14
3.2 Target Rate Selection .....	15
3.2.1 Test Method and Variable Selection.....	15
3.2.2 Empirical Test .....	17
3.3 Decomposition of Domestic Monetary Policy Target Rate.....	19
<b>Chapter 4 Empirical Study of Impact of Monetary Policy on Credit Spread .....</b>	<b>23</b>
4.1 Data .....	23
4.1.1 Credit Spread Data .....	23
4.1.2 Interest Rate Data.....	26
4.1.3 Economic Cycle Data.....	26
4.2 Regression Model .....	27
4.2.1 Selection of Credit Spread Pricing Model.....	28
4.2.2 Comparison of Interest Rate Changes and Unexpected Interest Rate Changes .....	29
4.2.3 Asymmetric Effect of Unexpected Interest Rate Changes in Economic Cycle.....	322
4.2.4 Asymmetric Effect of Monetary Policy.....	355
4.3 Robustness Test .....	388
4.3.1 Endogenous Test .....	388
4.3.2 Hysteresis Period Test .....	40
<b>Chapter 5 Conclusions and Prospect .....</b>	<b>422</b>
<b>References .....</b>	<b>444</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>466</b>

## 第一章 引言

### 1.1 研究背景及意义

发达的货币市场国家通常只有一种调控工具和一种目标利率作为调控目标，如美国的联邦基金利率(Federal Funds Rate)，但是我国货币政策中使用多种货币政策工具和多种货币市场目标利率，如存贷款基准利率和法定存款准备金率等作为货币政策工具，在这些货币政策工具中，银行间同业拆借利率和银行间债券质押式回购利率都是目前被认可的货币市场目标利率。在由计划经济到市场经济的过渡转型中，我国出现了具有中国特色的利率传导体系：利率双轨制。其中一个传导轨道为受管制的利率传导，即央行使用的货币政策工具；另一个传导轨道为由市场决定的利率，即货币市场目标利率。2013年7月20日起，我国已取消金融机构贷款利率0.7倍下限和农村信用社贷款利率2.3倍上限，下一步利率市场化改革即将放开存款利率上限管制，存贷款基准利率即将退出货币政策工具之列。并且已有学者证明存贷款基准利率作为管制利率有负效应或者无效（Chen，2011），而法定存款准备金率可以有效影响目标利率变动。2003年和2004年，中国人民银行分别有一次上调法定存款准备金率，2006年分3次上调法定存款准备金率，2007年到2008年上半年连续15次上调法定存款准备金率，直至2008年中，由于经济环境出现下行趋势，中国人民银行转变法定存款准备金率调整方向，在2008年下半年转向连续4次下调法定存款准备金率，2010年经济开始出现复苏，中国人民银行恢复上调法定存款准备金率，全年连续6次上调法定存款准备金率。2011年连续7次上调法定存款准备金率。2011年12月和2012年又转向3次下调法定存款准备金率，法定存款准备金率为中国人民银行较为频繁使用的货币政策工具。

全国银行间债券市场是我国债券的主要交易场所。全国银行间债券市场是由全国银行间同业拆借中心和中央国债登记结算公司作为中介机构，商业银行、农村信用联社、保险公司、证券公司等金融机构作为市场参与者进行债券买卖与回购的市场，主要提供银行间外汇交易、人民币同业拆借、债券交易系统并组织市



场交易，并且提供外汇市场、货币市场和债券市场的信息服务等。全国银行间债券市场于 1997 年 6 月 6 日成立，1997 年底，银行间债券市场的债券托管量仅有 725 亿元，2013 年末银行间债券市场的债券托管量达到近 28 万亿元，占全部债券托管量的 93%。我国的债券市场由全国银行间债券市场和交易所债券市场构成，经过近几年的迅速发展，银行间债券市场目前已经具备一定的规模和交易量，利率传导较为畅通。<sup>1</sup> 因此假设中国人民银行的货币政策工具可以通过全国银行间债券市场的利率品种传导到实体经济，并从该目标利率中分解出货币政策的未预期变化部分。本文将从货币政策工具到目标利率的传入手，分解货币政策中的未预期的目标利率变化部分与可预期的目标利率变化部分。证明研究货币政策对企业债券信用利差的影响所采用的未预期的银行间债券质押式回购利率的变化的合理性。

表 1：银行间债券市场和总债券市场企业债存量统计

时间	银行间企业债存量		债券市场企业债存量	
	债券数量（只）	票面总额（亿元）	债券数量（只）	票面总额（亿元）
2013.12	1603	23,253.12	1610	23,336.51
2012.12	1260	19,153.28	1270	19,257.68
2011.12	795	12,999.55	804	13,098.94
2010.12	606	10,706.51	617	10,829.90
2009.12	439	7,969.08	449	8,078.47
2008.12	262	4,760.45	272	4,872.25
2007.12	200	3,225.55	210	3,337.35

资料来源：Wind 资讯

我国的债券市场分为利率债和信用债，利率债包括国债、地方政府债等无风险债券，信用债包括同业存单、金融债、企业债、中期票据、短期融资券、资产支持证券等存在高于无风险利率的信用利差的风险债券。截至 2013 年 12 月 31 日，企业债占信用债总份额的 31.35%，占比量仅次于中期票据的份额。企业债的数量在近几年也在迅速增长，成为企业直接融资的主要途径，银行间企业债在 2007 年的存量仅有 200 支，在 2013 年底已增至 1603 支，票面总额也从 3 千亿元增至 2 万亿元，特别是 2012 年企业债的数量有着近一倍的增长。随着银行间企业

<sup>1</sup> 信息来源于百度百科和中国债券信息网

债券的迅猛增长，信用利差作为企业债券定价的重要因素日益受到学术界和业界的广泛关注。学术界已经对于信用利差的影响因素达成共识，认为宏观因素、流动性因素和企业个体的微观因素是影响企业债券信用利差的主要因素，对于货币政策的影响研究多数以货币供应量作为主要指标，而没有从市场目标利率角度进行研究，因此本文将以市场目标利率作为货币政策未预期变化的衡量指标，来探索货币政策对企业债券信用利差的影响。

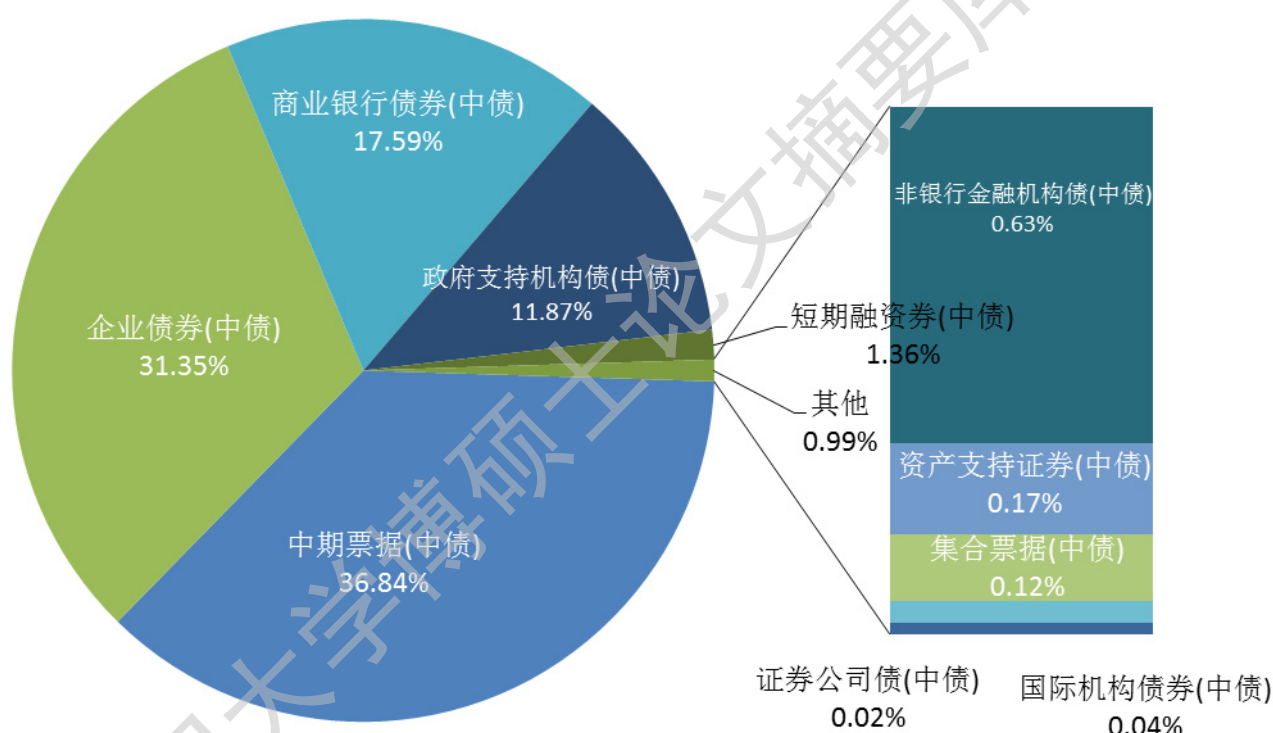


图 1：银行间信用债市场总额构成图

资料来源：Wind 资讯

本文的研究意义有以下几点：首先，为投资者提供企业债券投资决策的参考依据。通过货币政策的信贷传导渠道分析，货币政策的变化会通过改变企业的资产负债表传导到企业债券市场，一个紧缩的货币政策会导致利率水平的提高，从而导致企业未来现金流现值的下降，企业的资产负债表展现的企业未来的盈利能力和资产质量变差。企业的资产负债表为企业债券发行提供参考和保障，如果资产负债表中的数据较差，则会使投资者认为企业的违约率较高，导致发行企业债

券的融资成本上升。所以货币政策的信贷传导渠道理论认为，紧缩的货币政策会使信用利差增加。我国的货币政策的利率传导渠道在逐渐增强，货币政策与信用利差的传统变化规律也可能随之改变。本文将研究货币政策会如何通过利率传导渠道影响企业债券的信用利差。其次，债券市场是我国目前市值最大的资本市场，货币政策会通过债券市场传导到实体经济，中国人民银行在制定货币政策时会考虑到对资本市场的影响，因此本文也为货币当局的政策制定提供建议。最后，企业发行企业债券进行直接融资时会关注企业债券的信用利差，本文对不同评级的企业进行分析，为企业预测发行债券的时点选择和发行债券的成本提供了理论参考。

## 1.2 研究内容和研究结构安排

### 1.2.1 研究内容

本文以事件分析法作为研究方法，中国人民银行公布的法定存款准备金率调整日作为事件窗口日，借助回归模型，证明法定存款准备金率和银行间债券质押式回购利率存在内在传导关系，以利率期限结构理论和有效市场假说作为理论基础，构造银行间债券质押式回购利率的远期利率，进而将货币市场目标利率的变化分解为未预期的目标利率变化和可预期的目标利率变化。对企业债信用利差数据根据不同期限和不同评级进行分类，对 9 组企业债信用利差数据分别探索货币政策的未预期变化对不同评级和不同期限企业债的融资成本产生的影响。并且区分经济周期不同阶段，以及不同方向的未预期的目标利率变化，研究货币政策对企业债信用利差的非对称影响，为货币当局的货币政策调整提供参考依据，为不同评级的企业的融资方案提供融资期限和融资成本的制定建议，为投资者的投资时机和投资决策提供理论依据。

### 1.2.2 研究结构安排

第一章为引言部分，介绍本文的选题背景及意义、研究内容与思路和本文的创新和不足。第二章为文献综述，主要介绍了国内外学者对于货币政策传导理论

的研究，以及国内外学者对于货币政策对资本市场影响的研究现状。第三章为我国货币政策目标利率的选择和分解，介绍了我国的货币政策传导的发展，利用回归模型，研究我国货币政策调控工具和目标利率的内在传导关系，确定一组有效传导的调控利率和目标利率。最后以利率期限结构理论为基础构造远期利率，并从中分解出目标利率变化中的未预期成分。第四章为货币政策对信用利差影响的实证部分，本文采用事件分析法，利用信用利差的回归模型，首先对利率变化和未预期的利率变化对信用利差变化的影响进行对比，然后分经济周期不同阶段和不同方向的未预期的利率变化，研究货币政策对信用利差变化影响的非对称性。第五章为本文的结论与展望部分。其中，第三章和第四章为本文的主体部分。

### 1.3 本文的创新和不足之处

本文采用事件分析法，利用回归模型来探索政策调控利率到目标利率的利率传导渠道，选择能够反映货币政策调控的目标利率，从目标利率的变动中分解货币政策的未预期部分，再利用线性回归模型，研究未预期的目标利率变化对企业债信用利差的影响。在之前国内外学者的相关研究成果的基础上，本文有以下创新与贡献：

第一、之前的国内学者对未预期利率的分解多为货币政策工具的利率品种，如存贷款基准利率，本文采用货币政策的目标利率之一的银行间债券质押式回购利率作为货币政策的代表指标。银行间债券质押式回购利率是我国目前市场化较高，并且能够较好反应货币政策变化的目标利率，国外学者对货币政策的未预期部分的分解也多用目标利率作为货币政策的代表指标，本文选择银行间债券质押式回购利率与国外的研究方法更为一致。

第二、本文采用事件分析法，有效地排除其他导致利率波动的信息的干扰，可以在一定程度上避免内生性问题，使统计检验结果的显著性和有效性有较大的提高。

第三、本文根据企业债的不同评级和不同期限对企业债进行分类，分别研究货币政策对 9 类企业债的影响，为企业的融资决策和投资者的投资决策提供更具参考价值 and 针对性。

本文对于债券市场的研究具有较强的前瞻性，由于我国利率市场化水平较低，

利率产品品种仍有缺失，所以本文存在许多不足之处：

第一、由于我国目前缺失银行间债券质押式回购利率的远期利率品种，所以本文以我国利率期限结构符合市场预期理论作为假设条件，构造银行间债券质押式回购利率的远期利率，而非实际的货币市场中的远期利率，所以可能导致该远期利率中所包含的信息并不完全。

第二、由于本文可选的数据区间较短，较少的数据量可能会导致模型的回归结果的可信度有所降低。

第三、本文采用回归模型，对货币政策工具到货币市场目标利率的传导进行研究，而之前学者多采用 GARCH 等模型，本文只关注了货币政策工具对货币市场目标利率的冲击和影响强度，而未对货币政策导致的目标利率的变动方向和幅度做出研究。

## 第二章 文献综述

### 2.1 货币政策传导机制的研究

#### 2.1.1 国外文献综述

早在 19 世纪, 国外学者已经开始关注货币政策如何影响资产价格和经济活动, 随着货币政策和金融市场的发展与变革, 货币政策的传导机制也在不断地演变, 目前的主流观点认为货币政策的传导机制主要分为货币传导途径和信贷传导途径, 其中, 货币传导途径主要包括利率传导途径, 以及在利率传导途径的基础上衍生而来的汇率传导途径和权益价格传导途径。利率传导途径是货币政策传导中的主要途径。

##### 一、利率传导机制

19 世纪末, 维克塞尔在其重要代表作《利息与价格》中提出, 利率到资产价格的传导是通过自然利率与货币利率的背离实现的, 这引起了资产价格变动和经济活动, 其中, 自然利率为投资者对于资产的预期回报率。他认为, 对于一般资产价格来说, 最重要的影响因素就是利率, 假定自然利率为  $e$ , 市场利率为  $i$ , 当  $i$  小于  $e$  时, 会引起投资需求的增加, 从而使资产价格上升, 而当  $i$  持续小于  $e$  时, 资产价格将不断上升; 反之, 当  $i$  大于  $e$  时, 投资需求的减少将使资产价格下降, 而当这种利率背离持续时, 资产价格将不断下降。这种持续的利率背离导致的资产价格持续上升或下降即为维克塞尔累计过程。同时, 维克塞尔认为保持资产价格的稳定应当是制定货币政策的目标, 而为实现这个目标则应当使货币利率  $i$  尽可能的等于自然利率  $e$ 。我们可以看出在他的观点下货币政策通过以下方式传导: 为了使货币供应量增加或减少时, 央行通常会改变货币政策, 降低或者提高商业银行的准备金, 最终导致商业银行的借贷基准利率变动, 即维克塞尔的自然利率假说中的货币利率。

1936 年, 凯恩斯发表《就业、利息和货币通论》, 他在其中提到经济的是否均

衡取决于投资和储蓄水平，投资和储蓄的平衡使物价稳定进而使经济处于均衡状态。而投资和储蓄水平则很大程度上取决于利率，所以通过调节利率可以实现不同的经济目标。凯恩斯认为，人们对于货币的需求中，投资需求对于利率水平较为敏感，所以其提出的利率传导机制可以理解为，货币的供应量影响利率水平，利率的变动通过投资需求的改变引起对货币需求量的变化，而货币需求量的变化进一步引起投资数量的变动，最终传导至总需求和国民收入。货币供应量提高时，会引起利率的下降，使投资需求上升，而使货币需求量提高，总投资增加，储蓄减少，总需求和国民收入都会提高；货币供应量降低时，会引起利率的上升，使投资需求受到抑制，而使货币需求量下降，总投资减少，储蓄增加，总需求和国民收入都会下降。

在凯恩斯的理论基础上，1937 年，希克斯发表《凯恩斯和古典经济学》，以图形显示消费、投资、储蓄和收入的关系，提出 IS-LL 曲线。1949 年，汉森在《货币理论与财政政策》中将 LL 曲线变为 LM 曲线，从而形成了 IS-LM 模型。在该模型下，体现了在均衡的产品市场和货币市场下，国民收入与利率的关系。IS-LM 模型中图形的移动清楚的阐释了货币政策变化引起的利率变动，进而使国民收入改变的传导过程。这种传导机制可以理解为，宽松的货币政策中货币供给量上升，使利率下降，从而使投资和消费的成本下降，引起了投资和消费的提升，使总需求和国民产出增加；当紧缩的货币政策使货币供应量下降，利率上升时，投资和消费的成本随之提升，人们的投资和消费意愿和数量下降，从而使总需求和国民产出下降。

## 二、广义的利率传导机制

20 世纪以来，国际贸易日益频繁，国际游资大量流动，汇率对各国金融和经济的影响日益受到学者的关注。凯恩斯在传统的货币政策的利率传导机制的基础上，建立了古典的利率平价理论，将汇率引入利率的传导机制。在古典的利率平价模型中，如果一国的利率高于均衡利率，国际游资将从低利率的国家流向高利率的国家，高利率的国家即期汇率上浮，远期汇率下降，净出口额将先降后增，经济总产出先降后增。

在凯恩斯提出的传统的利率传导理论下，货币政策改变金融资产的价格，金融资产只包括债券和货币，托宾 Q 理论扩充了金融资产的范围，将股票也纳入了

利率传导的金融资产的范围。20 世纪中后期，托宾构建托宾  $q$  系数，用以联系股票市值与社会投资。当  $q$  大于 1 时，股票的市值大于企业的重置成本，意味着企业将加大实体投资；当  $q$  小于 1 时，股票的市值小于企业的重置成本，企业此时会在股票市场上投资，而不会扩大实体经济规模。托宾  $Q$  理论为货币政策的传导提供了新的传导途径：当货币政策通过调节货币政策工具，导致市场利率的变动，市场利率的变动会引起股票市值的波动，托宾  $q$  系数随之变动，从而传导到实体经济的投资决策变动。

### 三、信贷传导机制

20 世纪后期，信贷规模飞速扩张，许多学者开始关注信贷对于经济的作用途径，约瑟夫·斯蒂格利茨《不完全信息市场上的信贷配给》为信贷市场理论奠定了基础。当银行无法通过利率途径调控经济时，银行调整信贷配给可以更有效地引导人们的经济行为。信贷传导机制主要分为银行信贷传导机制和资产负债表传导机制。

1988 年，伯南克和布林德发表了《信用、货币与总需求》，文中建立 CC-LM 模型，构建了银行信贷传导机制。在模型中，宽松（紧缩）的货币政策导致银行资本金增加（减少），从而导致银行贷款的供给增加（减少），通过信贷途径影响借款人的投资与国民经济收入。另一种信贷传导机制通过资产负债表影响投资与经济，当货币供给增加时，企业的财务状况会得到改善，逆向选择和道德风险降低使得他们获得更多的贷款，企业信贷所得的资金用于扩大投资，国民收入增加。

#### 2.1.2 国内文献综述

在国外学者对于货币政策传导机制的理论研究基础上，国内学者对于我国的货币政策的传导机制进行了实证研究，我国学者对于货币政策利率传导机制的研究结果出现分歧。

有的学者认为我国的货币政策利率传导途径不通畅，这些学者的实证数据多数包含 2004 年之前的数据。如周英章和蒋振声（2002）选取 1993-2001 年的数据，对货币渠道和信用渠道分别进行实证分析，研究结果证明我国货币政策的货币渠道和信用渠道同时发挥作用，其中信用渠道是我国货币政策的主要传导渠道。潘耀明等人（2008）利用 VAR 模型，选取 1998-2007 年的数据进行实证分析，他们



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库